

UBS Investment Research

中国化学

首次覆盖：化学工程航母，再次扬帆起航

■ 国内最具实力的化工工程企业

公司承接原化工部六大设计院，在精细化工、煤化工（煤气化）、石油化工、无机化工等领域具有较强竞争优势。在近几年ENR全球承包商和国际承包商排名中，公司一路攀升，至2012年已位列全球承包商第38位，收入规模远超国内主要竞争对手，整体设计、施工实力位居国内化工工程行业首位。

■ 至2018年公司累计新型煤化工收入预计将达1082亿元

公司在煤化工领域具有较强竞争优势，在基准假设下，我们预计公司将占据50%煤制天然气、40%煤制烯烃和煤制油总包市场，至2018年公司新型煤化工业务累计收入将达到1082亿元。此外随着化工企业盈利水平改善，我们预计2014年化工行业投资有望逐步企稳，这也将支撑公司业绩稳步提升。

■ 工程施工业务盈利水平有望保持上行趋势

过去2年公司业绩增长主要是依靠低毛利施工业务，但得益于精细化管理和品牌溢价提升，施工业务收入占比提升并未影响综合盈利能力，工程承包毛利率一直稳定在12%左右。我们预计随着后期盈利能力较高的煤化工EPC业务占比提升，未来3-4年公司工程承包毛利率有望继续处于上行通道之中。

■ 估值：首次覆盖，给予“买入”评级，目标价10.90元

我们预计公司13-15年EPS分别为0.74/0.91/1.15元，CAGR为24.66%。基于瑞银VCAM现金流贴现估值法得到目标价10.90元（WACC为10.7%），对应13-15年PE分别为15/12/9倍。作为国内化工工程设计、施工领军企业，随着后期新型煤化工项目进入施工高峰以及化工行业投资恢复，我们预计公司业绩有望继续保持快速增长势头，建议买入。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	43,538	54,117	63,696	77,678	96,218
息税前利润 (UBS)	2,697	3,452	4,378	5,489	7,007
净利润 (UBS)	2,305	3,020	3,631	4,512	5,693
每股收益 (UBS, Rmb)	0.47	0.61	0.74	0.91	1.15
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.03	0.05	0.07	0.11	0.14

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	-	6.4	6.9	7.1	7.3
ROIC (EBIT) %	-	<500	301.0	159.2	127.5
EV/EBITDA (core) x	-	3.8	4.1	3.2	2.2
市盈率 (UBS) (x)	-	10.5	11.1	9.0	7.1
净股息收益率 (%)	-	0.8	0.8	1.3	1.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月18日16时26分的股价 (Rmb8.20) 得出；

于洋

分析师

S1460511090001

yang.y.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8844

中国

大型建筑

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb10.90/US\$1.78

股价

Rmb8.20/US\$1.34

路透代码: 601117.SS 彭博代码601117 CH

2013年9月23日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb11.97-6.31/US\$1.95-1.00

市值 Rmb40.5十亿/US\$6.61十亿

已发行股本 4,933百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量 (千股) 47,173

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb428.6

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb21.4十亿

市净率 (UBS) 1.9x

净现金 (债务) Rmb19.4十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +32.9%

预测股息收益率 0.8%

预测股票回报率 +33.7%

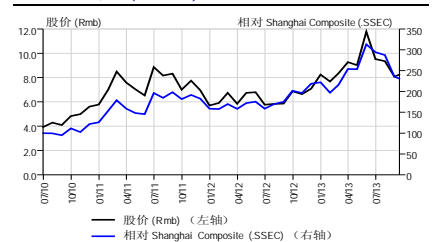
市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 +25.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	
	从	到市场预测	实际	实际
Q1	-	0.12	-	0.08
Q2	-	0.20	-	0.19
Q3E	-	0.16	-	0.15
Q4E	-	0.26	-	0.19
12/13E	-	0.74	-	-
12/14E	-	0.91	-	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第30页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/09/23 06:08

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险.....	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 瑞银预期对比市场一致预期.....	6
— 乐观/悲观情景分析.....	6
— 敏感性分析.....	6
风险分析	7
竞争分析	7
— 国内最具实力的化工工程公司.....	7
— 行业吸引力评估.....	10
— 至2018年新型煤化工投资总额将有望超过8000亿元.....	10
— 化工行业投资有望在2014年逐步恢复.....	11
— 竞争优势.....	12
— 新型煤化工设计施工领域领军企业.....	12
— 设计、施工双轮驱动盈利水平提升.....	14
— 管理层战略.....	16
— 坚持“走出去”战略, 拓展海外化工工程市场.....	16
— 向下游延伸产业链, 提升综合竞争实力.....	18
财务分析	19
估值	26
— 目标价推导.....	26
— 估值比较分析.....	26
公司背景	27

于洋
分析师
S1460511090001
yang-y.yu@ubssecurities.com
+86-213-866 8844

中国化学 2013年9月23日

投资主题

我们首次覆盖中国化学, 预计公司2013-2015年EPS分别为0.74、0.91和1.15元, CAGR为24.66%。基于瑞银VCAM现金流贴现估值方法, 我们详细预测了公司2013-2017年现金流情况, 并预测了影响公司长期估值因素, 其中WACC为10.7%, beta为1.4X, 得出目标价为10.90元, 对应2013-2015年PE分别为15/12/9倍。我们认为公司是国内化工工程设计、施工领军企业, 在煤气化领域技术优势明显, 随着未来新型煤化工项目逐步进入开工/施工高峰以及化工行业投资增速逐步恢复, 公司业绩有望继续保持快速增长势头, 建议买入。

■ 至2018年新型煤化工投资总额有望达到8000亿元

综合考虑示范项目盈利、能量转换效率、和资源消耗等因素, 我们看好煤制天然气和煤制烯烃大规模工业化发展潜力, 而预计煤制油项目在“十二五”期间将以技术储备、小规模示范为主。由于**业主投资意愿及资金情况、技术储备及运营建设经验、对未来油价预期及资源约束条件**等三方面因素将影响煤化工项目中长期投资进度, 因此我们仅以煤炭深加工示范项目和已获得“路条”煤化工项目为基准假设, 则至2018年我们预计新型煤化工投资总额有望达到8000亿元, 其中煤制天然气投资总额为4400亿元, 工程施工投资为1980亿元, 是投资规模最大煤化工子项目。从各项目进展节奏上看, 我们预计2014年下半年起煤化工有望逐步进入开工/施工高峰。

■ 新型煤化工订单+石化行业投资企稳, 共助公司业绩增长

公司在煤化工领域具有较强竞争优势, 在已建成的4个煤制天然气项目中, 公司基本上承建了全部煤气化、净化和甲烷化生产单元, 而目前12个已获“路条”煤制天然气项目中, 公司已参与到其中10个项目规划建设中; 在已建成的3个煤制烯烃项目中, 公司承接了全部煤气化生产单元设计和除神华宁煤项目外全部净化和甲醇合成生产单元设计。在基准假设下, 我们预计公司将占据50%煤制天然气(煤气化、净化、甲烷化)总包市场, 40%煤制烯烃(煤气化、净化、甲醇合成)和煤制油(煤气化、净化)总包市场, 至2018年公司新型煤化工业务累计收入将达到1082亿元。此外随着化工企业盈利水平改善, 我们预计2014年化工行业投资有望逐步企稳, 这也将支撑公司业绩稳步提升。

■ 工程施工盈利水平将有望保持上行态势

随着施工企业加大外部项目承接力度, 我们预计体系外施工业务收入已从2009年105亿元攀升至2012年236亿元, 占工程承包业务比重由41%上升至52%, 2012年施工企业新增利润贡献比例已达到55%, 成为近3年带动公司业绩快速增长主要动力。但**得益于内部精细化管理和外部品牌溢价提升, 设计、施工两大业务盈利水平平均有所上行, 低毛利施工业务占比提升并未拖累公司综合盈利能力**, 工程承包毛利率一直维持在12%左右。我们预计随着后期盈利能力较高的煤化工EPC业务占比提升, 未来3-4年公司工程施工盈利水平有望继续处于上行通道之中, 即便出现由于竞争而带来EPC订单毛利小幅下滑情况, 我们预计对公司工程承包业务盈利影响也将较为有限。

中国化学 2013年9月23日

关键催化剂

我们认为下述事项可能成为对公司业绩形成利好的催化剂：

- 后期发改委继续批复大型煤化工项目“路条”，并对深加工示范项目或已获得路条项目在资金、税收等方面予以倾斜。
- 业主对已获得“路条”新型煤化工项目施工进度有所加快，在公司新型煤化工订单中EPC总包比例提升。
- 公司海外市场拓展顺利，项目单体规模逐步增加。
- 政府继续加大国内主要城市雾霾天气整治力度，提升对天然气等清洁能源需求。

风险

我们认为公司股价下行的风险包括：

- 业主开工时间推迟，或已拿“路条”项目施工进度低于预期。
- 煤化工项目盈利低于预期，示范项目运营效果不佳。
- 项目施工质量出现问题，影响后期订单承接。

估值和推导我们目标价的基础

- 我们首次覆盖中国化学，预计公司2013-2015年EPS分别为0.74、0.91和1.15元，CAGR为24.66%。基于瑞银VCAM现金流贴现估值方法，我们详细预测了公司2013-2017年现金流情况，并预测了影响公司长期估值因素，其中WACC为10.7%，beta为1.4X，得出目标价为10.90元，对应2013-2015年PE分别为15/12/9倍。我们认为公司是国内化工工程设计、施工领军企业，在煤气化领域技术优势明显，随着未来新型煤化工项目逐步进入开工/施工高峰以及化工行业投资增速逐步恢复，公司业绩有望继续保持快速增长势头，建议买入。
- 关键假设：
 - 考虑到新型煤化工和石化行业发展情况，我们预计公司2013-2015年工程施工业务增速分别为17.33%、22.37%和24.58%（煤化工业务增速为40%、55%、52%），由于总包业务带来毛利率逐步提升，我们预计公司施工业务毛利率分别为13.14%、13.67%、14.21%。
 - 预计公司勘察设计业务在2013-2015年收入增速维持在10%左右，毛利率为35%，其他运营业务增速为25%，毛利率为21%。

中国化学 2013年9月23日

表 1: 中国化学[601117.SS] 瑞银VCAM估值表

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	4,378	5,489	7,007	8,313	9,491	6,124	6,454	6,754	7,018	7,239
折旧及摊销*	1,072	839	896	953	1,006	953	1,021	1,087	1,149	1,207
资本支出	(800)	(800)	(900)	(800)	(700)	(1,089)	(1,167)	(1,242)	(1,313)	(1,379)
运营资本变动	(1,978)	(2,230)	(2,287)	(2,809)	(3,613)	13	(977)	(1,020)	(1,049)	(1,063)
所得税(营运)	(744)	(933)	(1,191)	(1,413)	(1,613)	(1,531)	(1,614)	(1,688)	(1,754)	(1,810)
其他	(287)	(419)	(556)	(465)	(432)	(299)	(293)	(282)	(267)	(246)
自由现金流	1,640	1,946	2,969	3,778	4,139	4,171	3,425	3,608	3,783	3,947
增长		18.6%	52.5%	27.3%	9.5%	0.8%	-17.9%	5.3%	4.8%	4.3%

估值	
明计现金流现值	25,041
期末价值(第22年)现值	8,603
企业价值	33,643
占永续价值百分比	26%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	1,320
现金盈余**	17,793
-债务***	796
权益价值	49,320
已发行股数[m]	4,933.0
每股权益价值(Rmb/股)	10.00
权益成本	10.7%
股息收益率	1.2%
1年期目标价(Rmb/股)	10.90

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	5.0%	4.5%	4.0%
息税前利润率	4.2%	3.7%	3.5%
资本支出/销售收入	0.8%	0.8%	0.8%
投资资本回报率	23.1%	13.3%	11.9%
估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值/息税折旧摊销前利润	6.2x	5.3x	5.5x
企业价值/息税前利润	7.7x	6.1x	6.5x
自由现金流收益率	4.9%	5.8%	5.5%
市盈率(现值)	13.6x	11.0x	11.6x
市盈率(目标)	14.8x	11.9x	12.7x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.70%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.40
债务/权益比	1.8%
边际税率	25.0%
权益成本	10.7%
债务成本	5.3%
WACC	10.7%

期末假设值	
VCH(年数)	22
对应的自由现金流增长	3.5%
投资资本回报率增幅	10.8%
企业价值/息税折旧摊销前利润	5.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

表2: 可比公司估值比较表

代码	简称	收盘价(元/港元)	每股收益(元/港元)			EPS 增长率	市盈率			市销率		
		2013-9-18	2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E		
002469.SZ	三维工程	14.21	0.36	0.53	0.70	0.92	31.23%	39.35	26.73	20.42	15.52	6.15
002140.SZ	东华科技	21.40	0.75	0.87	1.17	1.50	31.05%	28.63	24.53	18.22	14.29	3.05
600248.SH	延长化建	8.37	0.36	0.52	0.65	0.78	22.66%	22.93	16.21	12.98	10.77	0.73
	平均						28.31%	30.31	22.49	17.21	13.53	3.31
2386.HK	中石化炼化	9.64	1.02	0.91	1.02	1.17	13.39%	9.40	10.60	9.40	8.20	0.78
2236.HK	惠生工程	1.98	0.11	0.25	0.38	0.40	26.49%	17.40	7.80	5.20	5.00	0.59
	平均						19.94%	13.40	9.20	7.30	6.60	0.69
601117.SH	中国化学	8.20	0.63	0.74	0.91	1.15	24.66%	13.02	11.08	9.01	7.13	0.62

数据来源: Wind, 瑞银证券估算(其中除中国化学为瑞银证券估算外, 其余均采用市场一致预期, 股价及市场预期均为2013年9月18日数据)

中国化学 2013年9月23日

瑞银预期对比市场一致预期

- **2014年下半年有望迎来新型煤化工项目施工高峰。**我们对公司2013年盈利预测低于市场0.80元一致预期, 主要是市场认为新型煤化工项目将在2013年逐步进入开工高峰, 而我们则认为由于业主(煤炭企业)资金和盈利能力下滑, 对后期资本开支短期或将保持谨慎, 这将影响部分新型煤化工项目开工/施工进度, 我们预计新型煤化工项目将在2014年下半年迎来开工/施工高峰。
- **未来盈利能力将有望继续提升。**市场一直担心煤化工EPC订单毛利率下行对公司盈利水平拖累, 但我们认为由于低毛利施工业务占比大幅提升, 过去2年实际是公司盈利低点, 随着后期煤化工业务订单释放带来EPC业务(盈利水平高于施工业务)增速逐步提升, 即便EPC订单毛利率小幅下行, 我们预计公司整体盈利水平仍有望继续提升。

乐观/悲观情景分析

- **乐观情景:** 我们认为公司的盈利增长主要在于新型煤化工和石化行业投资增长。在乐观情景下, 我们假设2014年我国新型煤化工项目将集中开工, 传统石化投资快速增长, 公司凭借品牌、技术等优势大幅提升市场份额, 煤化工业务收入同比增长100%, 传统石化业务收入增长20%, 则我们对2014年公司EPS预测将从基准的0.91元提高至1.02元, 我们估算该情景下公司每股估值可能达到12.24元。
- **悲观情景:** 在悲观情景下, 我们假设各投资主体将放缓煤化工项目投资进度, 2014年公司煤化工业务收入将同比增长20%, 传统石化业务收入增长5%, 则我们对2014年公司EPS预测将从基准的0.91元降低至0.83元, 我们估算该情景下公司每股估值可能为7.47元。

敏感性分析

我们认为公司业绩对工程施工业务收入增速和工程施工毛利率较为敏感。测算结果显示工程施工业务收入增速每变化10个百分点, 公司2014年预测EPS变化0.03~0.04元, 公司工程施工毛利率水平每变化1个百分点, 公司2014年预测EPS变化0.11~0.12元。

表3: 公司2014年预测EPS对工程施工业务收入增速和毛利率的敏感性分析

		工程施工业务收入增速				
		2.37%	12.37%	22.37%	32.37%	42.37%
工程施工毛利率	11.67%	0.64	0.66	0.67	0.69	0.70
	12.67%	0.74	0.77	0.79	0.81	0.84
	13.67%	0.84	0.87	0.91	0.94	0.97
	14.67%	0.93	0.98	1.02	1.06	1.11
	15.67%	1.03	1.08	1.14	1.19	1.24

数据来源: 瑞银证券估算

风险分析

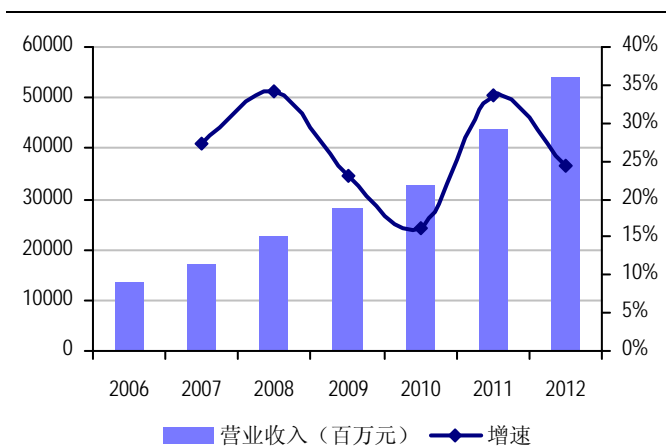
- **政府审批进度放缓或业主延迟项目开工。**如果后期政府对新型煤化工项目“路条”发放进度放缓，或者业主由于资金等压力延缓已拿“路条”煤化工项目开工则将影响公司在手订单执行进度，或将使业绩增速低于预期。
- **煤化工项目盈利不及预期。**由于煤化工产品价格与油价关联性较强，如果后期原油价格出现大幅波动，造成煤制烯烃、煤制油等产品盈利不及预期，则可能会使煤化工项目开工进度大幅放缓，拖累公司业绩。
- **施工质量问题的造成公司订单快速下滑。**煤化工及化工行业对工程质量要求较高，一旦公司重点工程出现严重施工质量问题将可能大幅减少未来一段时间的订单数量，造成实际业绩水平大幅低于预期。

竞争分析

国内最具实力的化工工程公司

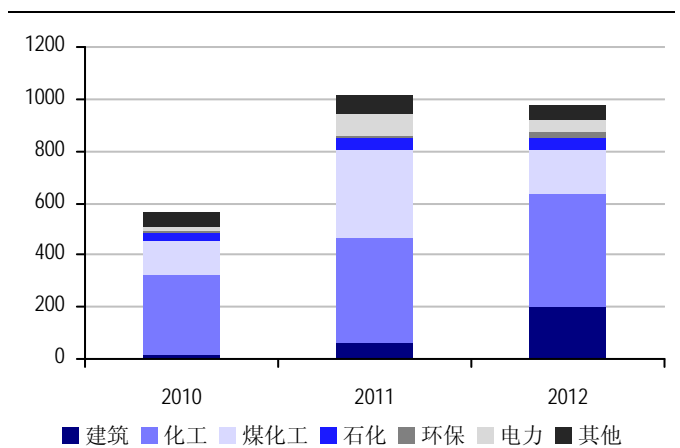
国内化工工程设计、建设领域领军企业。中国化学是目前国内规模最大、竞争实力最强的化工工程公司，主要从事化工、石油化工、煤化工、电力、环保等行业的勘察、设计、施工等业务。从成立之初至今，公司一直保持稳健发展态势，2012年营业收入已达541.16亿元，过去5年CAGR为26.09%；在近几年ENR全球承包商和国际承包商排名中，公司一路攀升，至2012年已位列全球承包商第38位，收入规模远超行业主要竞争对手，整体设计、施工实力位居国内化工工程行业首位。从公司近3年订单结构来看，化工、煤化工和石化是公司主要业务领域，随着未来新型煤化工业务订单逐步增加，我们预计化工、煤化工和石化等业务在公司收入中占比将稳定在80%-90%，是带动公司业绩增长的核心领域。

图1: 公司收入一直保持较快增长



数据来源: Wind

图2: 公司新签订单结构 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报

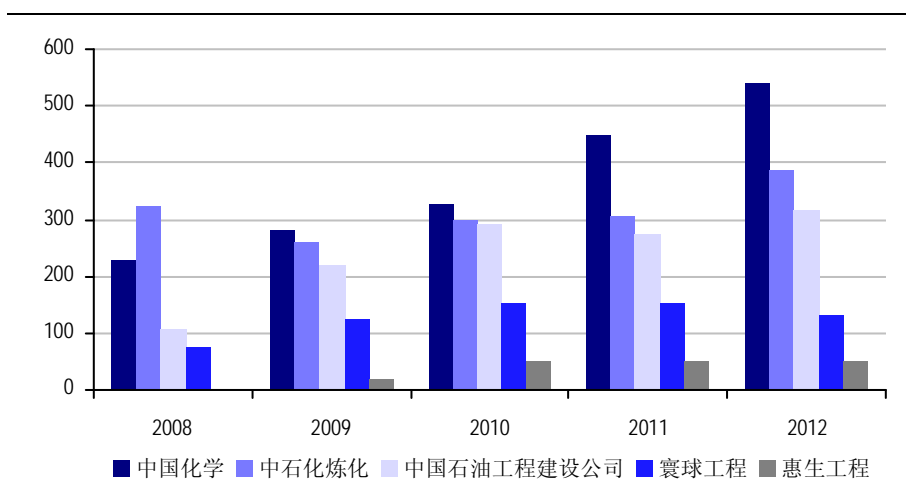
中国化学 2013年9月23日

表4: 公司位居国内化工工程行业龙头

		2008	2009	2010	2011	2012
ENR全球承包商排名	中国化学	68	55	55	42	38
	中国石油工程建设公司	207	143	75	51	69
	中石化工程	167	144	109	109	134
	寰球工程	—	196	125	90	91
ENR国际承包商排名	中国化学	97	90	124	92	77
	中国石油工程建设公司	76	100	46	27	48
	中石化工程	103	94	69	83	114
	寰球工程	210	189	151	158	169

数据来源: ENR

图3: 国内主要化工工程公司收入 (单位: 亿元)

数据来源: 中国勘察设计协会, 发改委, 各公司年报¹

承接化工部六大设计院, 石化、煤化工等领域设计实力突出。与传统工程施工行业不同, 化工、石油化工、煤化工工程建设通常具有高温、高压、易燃、易爆等特点, 从设计到施工整个过程中均有较高技术要求, 并同时需考虑包括电力供应、污染处理和办公场地建设等各个方面的工程, 因此总体设计、基础设计、详细设计、工程管理在整个项目施工过程中起到至关重要的作用。在大中型项目招标中, 业主更关注项目整体规划设计, 倾向于选择过往业绩突出、经验丰富、具有较强综合竞争实力的设计企业进行工程总承包 (EPC), 因此**较强的勘察设计能力是化工工程企业承接大型项目的前提条件。**公司业务主要由勘察设计和建筑施工两大板块构成, 其中设计板块脱胎于原化工部九大设计院中极具竞争实力的六家 (化一院、化二院、化三院、化四院、化六院、化八院), 过去曾负责我国大量大型基础化工、石油化工、煤化工等项目规划设计, 尤其在精细化工、煤化工 (煤气化)、石油化工、无机化工等领域具有较强竞争优势, 我们认为**未来中国化学有望继续依托设计板块竞争优势, 通过总承包模式带动相关化工领域项目设计、施工业务快速增长。**

¹ 2008、2009年中石化炼化收入主要是其各子公司EPC收入汇总。

中国化学 2013年9月23日

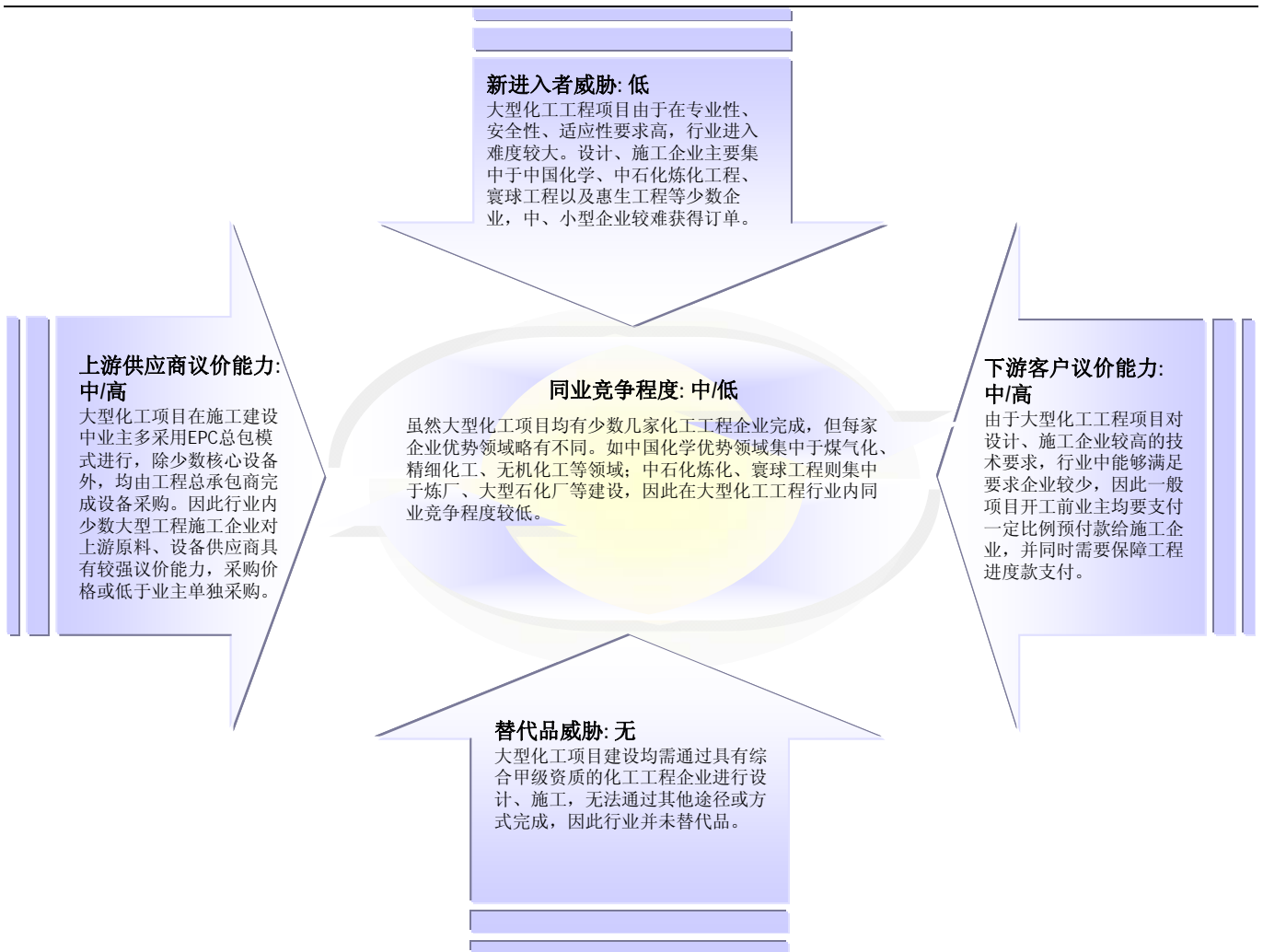
表5: 中国化学各子公司情况

所属子公司	主要业务	2102年净利润 (亿元)
天辰工程有限公司	天辰工程有限公司前身为化工部第一设计院, 是化工系统最早的国家级设计单位, 多次被建设部评为全国勘察设计综合实力百强单位。工程设计覆盖石油化工、煤化工、精细化工、化肥工程、医药工程等众多领域。	4.81
赛鼎工程有限公司	赛鼎工程有限公司前身为化工部第二设计院, 在煤制气、煤制天然气、有机化工、无机化工、医药农药等领域具有技术优势, 曾担任国内多个煤制天然气项目的总承包单位。	3.22
化学工业第三设计院有限公司	隶属中国化学工程集团公司, 2001年发起组建“东华工程科技股份有限公司”, 具有化工、石油化工、市政、建筑行业和环境污染防治工程设计和总承包甲级资质。	3.32
勘察设计板块		
中国五环工程有限公司	中国五环工程前身为化工部第四设计院, 在氮肥、磷肥、煤化工、清洁燃料、绿色化工等工程科技领域居行业主导地位, 尤其是现代煤化工与能源化工结合以及清洁煤技术应用方面。	2.16
中国华陆工程有限公司	中国华陆工程有限公司前身为化工部第六设计院, 具有工程设计综合甲级资质, 服务范围包括国防化工、天然气化工、煤化工、石油化工、精细化工市政公用设施等领域。	2.35
中国成达工程有限公司	中国成达工程有限公司前身为化工部第八设计院, 曾参与锦西、大连、川化、泸天化等大型化工基地以及燕山、川维、上海、齐鲁、新疆等石油化工基地的建设工作。公司多次被ENR评为世界225家最大的国际工程承包商。	3.30
中化二建集团有限公司	中化二建位于山西太原, 是隶属于国资委的一级工程总承包大型综合性施工企业, 拥有化工石油、房屋建筑、机电设备安装、冶炼工程施工总承包一级资质, 承建了全国数百套大中型化工、石油化工、煤化工等工程。	2.56
中国化学工程第三建设有限公司	中国化学工程第三建设公司是中国石油化工行业大型综合性建筑安装公司, 先后在国内外建成投产化肥、石油化工、煤化工等项目, 并多次获得业内各项奖章。	3.05
中国化学工程第四建设有限公司	中国化学工程第四建设公司位于湖南岳阳, 多年来在全国和海外参与建设了化工、煤化工、石油化工、电力等多个领域的800多个项目, 例如扬子石化、巴陵石化、兖矿集团、茂名乙烯等大型化工、石油化工项目。	0.52
中国化学工程第六建设有限公司	中国化学工程第六建设公司位于湖北襄阳, 先后承建国内外大中型项目1000多项, 曾获“鲁班奖”、国家优质工程金质奖、国家优质工程银质奖及部、省优质工程奖和国外工程奖等50余项。	1.37
建筑施工板块		
中国化学工程第七建设有限公司	中国化学工程第七建设公司位于四川成都, 具有化工、石油工程、市政公用工程、机电安装工程等工程施工总承包一级资质, 同时在同行中率先打入国际市场, 先后在伊拉克、巴基斯坦、马来西亚等国建成30多项大中型工程项目。	—
中国化学工程第十一建设有限公司	中国化学工程第十一建设公司位于河南开封, 是中国建筑业500强企业之一, 曾在国内27个省市和海外10多个国家都有过承建项目, 同时拥有质量管理、环境管理、职业安全管理三大体系认证证书。	—
中国化学工程第十三建设有限公司	中国化学工程第十三建设公司位于河北沧州, 是一家综合性建筑安装企业, 公司年自由施工生产能力近二十亿元, 先后承建各类工程1500多项。	1.00
中国化学工程第十四建设有限公司	中国化学工程第十三建设公司前身为中国人民解放军基本建设工程兵部队, 公司现位于江苏南京, 在全国设有二十多个分公司。公司目前在甲醇、多晶硅、LNG、热电等施工领域具有明显优势。	—
中国化学工程第十六建设有限公司	中国化学工程第十六建设公司位于湖北宜昌, 是中国大型化工及石油化工建筑安装施工企业, 公司通过多项国际认证, 先后承建了国内千余项大中型工程项目以及印尼、德国、越南等多项境外工程项目。	0.13

数据来源: 公司公告, 各子公司网站

行业吸引力评估

图4: 化学工程行业波特5力分析



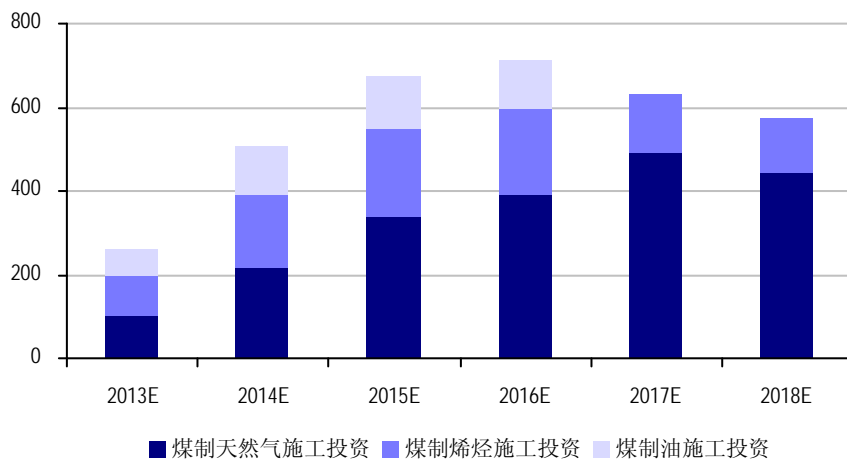
数据来源：Michael Porter，瑞银证券

至 2018 年新型煤化工投资总额将有望超过 8000 亿元

我们预计未来5年有望迎来煤化工项目建设高峰。综合考虑示范项目盈利、能量转换效率、和资源消耗等因素，我们看好煤制天然气和煤制烯烃大规模工业化发展潜力，而预计煤制油项目在“十二五”期间将以技术储备、小规模示范为主。由于业主投资意愿及资金情况、技术储备及运营建设经验、对未来油价预期及资源约束条件等三方面因素将影响煤化工项目中长期投资进度，因此我们仅以煤炭深加工示范项目和已获得“路条”煤化工项目为基准假设，则至2018年我们预计新型煤化工投资总额有望达到8000亿元，其中煤制天然气投资总额为4400亿元，工程施工投资为1980亿元；煤制烯烃投资总额为2328亿元，工程施工投资为815亿元；煤制油投资总额为1188亿元，工程施工投资为416亿元，各项目有望从2014年起逐步进入开工/施工高峰。

中国化学 2013年9月23日

图5: 未来5年新型煤化工建设将有望迎来高峰(亿元)



数据来源: 瑞银证券估算

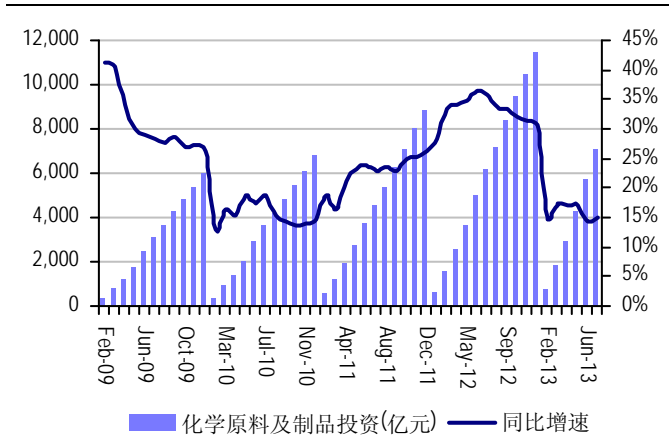
化工行业投资有望在 2014 年逐步恢复

13H1化工行业投资增速大幅放缓。经过连续近三年高速增长后, 由于受到产品价格下跌、部分子行业产能过剩以及海外市场需求低迷等因素影响, 2013年我国化学原料及制品行业投资增速明显放缓, 13H1化学原料及制品行业规模以上企业累计投资额为5747亿元, 同比仅增长14.3%, 远低于12H1时36.4%的增速, 基本回落至近5年低点附近。

2014化工行业投资有望逐步恢复。我们认为造成化工行业投资放缓主要原因在于业主投资意愿下降和社会资金紧张, 而展望2014年, 我们预计这两大主要因素均将有所好转。从历史化工行业投资规律来看, 企业盈利水平将决定后期资本支出, 2012年规模以上化学制品企业收入增速仅为9.39%, 而利润则下降7.39%, 受此影响2013年化工行业投资增速有所回落。进入2013年后石化企业盈利均已出现改善, 13H1规模及以上石化企业收入增速达到14.77%, 利润增速近11%, 我们预计全年有望继续保持复苏态势, 这将有利于增强业主未来投资意愿。从资金角度来看, 根据瑞银策略团队判断, 6月份“钱荒”一幕将很难再次上演, 这将有利于保障化工企业未来投资资金来源, 降低后期融资成本。我们认为随着盈利及融资情况逐步好转, 化工行业投资规模将在2014年逐步恢复, 未来有望继续保持稳健增长态势。

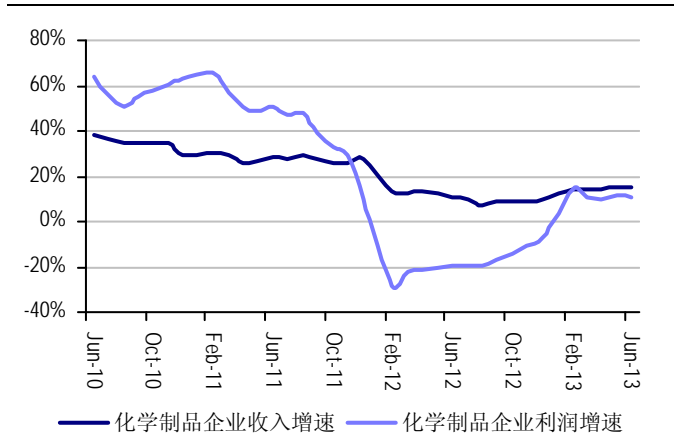
中国化学 2013年9月23日

图6: 目前投资增速已在位于近5年底部



数据来源: CEIC

图7: 化工制品企业盈利已开始恢复



数据来源: CEIC

竞争优势

新型煤化工设计施工领域领军企业

公司在煤气化领域具有极强竞争优势。依托于原化工部各设计院既有竞争实力, 中国化学在新型煤化工中煤气化、净化、甲烷化、甲醇合成等生产单元设计、施工上具有很强竞争优势。在已建成的4个煤制天然气项目中, 公司基本上承建了全部煤气化、净化和甲烷化生产单元, 而在目前12个已获发改委批复“路条”煤制天然气项目中, 公司以总体设计、前期设计等方式已参与到其中10个项目规划建设中, 这将使公司在后期项目EPC招标中处于有利地位, 支撑未来煤制天然气项目订单承接。在已建成的3个煤制烯烃项目中, 公司承接了全部煤气化生产单元设计和除神华宁煤项目外的全部净化和甲醇合成生产单元设计, 显示出公司在煤制烯烃联合化工装置端非常强的竞争实力。在目前已开工和即将开工的大型煤制烯烃项目中, 公司已斩获陕西蒲城、中煤榆林、神华甘泉堡等项目煤气化、净化、空分生产单元EPC订单, 随着煤制烯烃项目开工/施工高峰临近, 我们预计公司将有望继续收获大额总包订单。在煤制油领域公司也参加了几乎全部已建成项目的设计、施工, 目前在建的4个煤间接液化制油项目各主要生产单元设计也基本由中国化学、中石化炼化工程、寰球工程和惠生工程等少数几家化工工程企业完成。我们认为, 作为业主最重要考核指标的过往业绩已充分体现出公司在新型煤化工项目气化、净化等生产单元设计、施工优势, 这将有利于支撑后期新型煤化工项目EPC总包订单承接, 巩固公司在新型煤化工工程市场领军地位。

中国化学 2013年9月23日

表6: 已获得发改委路条的煤制天然气项目情况

建设单位	建设地点	规模(亿m ³ /a)	总投资(亿元)	项目概况	设计及施工方
大唐国际	内蒙古克什克腾旗	40	257	采用碎煤加压气化和Lurgi甲烷化技术, 副产石脑油10.1万t/a、焦油50.9万t/a、粗酚5.76万t/a等, 有望2013年底开始向北京送气。	中国化学(赛鼎设计)
大唐国际	辽宁阜新	40	246	采用碎煤加压气化和CRG甲烷化技术, 副产石脑油10.1万t/a、焦油50.9万t/a等, 建成后向沈阳、大连输送天然气。	中国化学(五环、赛鼎设计)
新天煤化工	新疆伊犁	20	123	此项目位于伊宁市巴彦岱镇, 占地面积3000亩。项目投资123亿元, 主产品20亿Nm ³ /年天然气, 还副产焦油、中油、石脑油、硫铵、粗酚等。	中国化学总承包
内蒙古汇能	内蒙古鄂尔多斯	16	88	采用德士古水煤浆加压气化工艺、托普索甲烷化技术, 主要目标市场是内蒙古及周边地区。	中国化学(天辰设计)
内蒙古庆华集团	新疆伊宁	55	277	采用碎煤加压固定床气化、托普索甲烷化技术, 拟分4期建设, 每期实现年产13.5亿m ³ 煤制天然气的生产规模。	中国化学(天辰总设计)
中电投	新疆霍城	60	500	本项目以新疆霍城县煤炭为原料生产天然气。采用GSP粉煤气化技术生产粗合成气, 通过变换调整氢碳比以满足甲烷化合成天然气的需要, 采用低温甲醇洗工艺脱除H ₂ S和CO ₂ 。净化后的合成气在催化剂作用下进行甲烷化反应, 并发出大量的热用。	中国化学前期设计
中电投	新疆伊南	60	450	采用德国西门子GSP干粉煤气化技术, 产品通过中石油“西气东输二线”进入市场。项目一期工程规模为20亿立方米/年, 计划投资约150亿元。	中国化学(东华科技设计)
国电内蒙古能源	内蒙古兴安盟	40	250	项目一期约为20亿立方米煤制天然气, 投资规模约为130亿元。项目实施后可充分利用当地丰富褐煤资源, 实现高效转化与清洁利用。	中国化学工程集团已与国电集团进行前期接触, 为后期EPC合作奠定基础
华能伊敏煤电公司	内蒙古呼伦贝尔	40	240	采用固定床碎煤熔渣气化、低温甲醇洗净化及甲烷合成等技术生产合成天然气。副产品为石脑油2.656万t/a、焦油24.8万t/a、中油11.2万t/a、粗酚2万t/a、硫磺2.15万t/a、硫酸铵1.53万t/a和液氨2.256万t/a。	中国化学(赛鼎)负责可研报告
中海油、山西同煤集团	山西大同	40	250	采用BGL碎煤加压气化和Lurgi甲烷化技术, 同时副产石脑油, 焦油, 粗酚, 硫磺等。产品主要送往山西、河北、天津。	中国化学(五环)负责前期规划设计
北控集团、中海油	内蒙古鄂尔多斯	40	250	项目位于鄂尔多斯准格尔旗大路工业园区, 项目总规模年产3x40亿立方米煤制天然气, 60万吨焦油、14万吨粗酚、18万吨硫磺、21万吨硫酸铵等。产品除满足呼和浩特市和托克托县的供应, 还可通过管线引气补充北京市天然气的供应。	—
新蒙能源	内蒙古鄂尔多斯	40	250	项目位于鄂尔多斯市杭锦旗独贵塔拉工业园区内, 产品规模为80亿方/年煤制天然气, 项目一期为年产40亿方/年煤制气和配套煤炭项目。	—

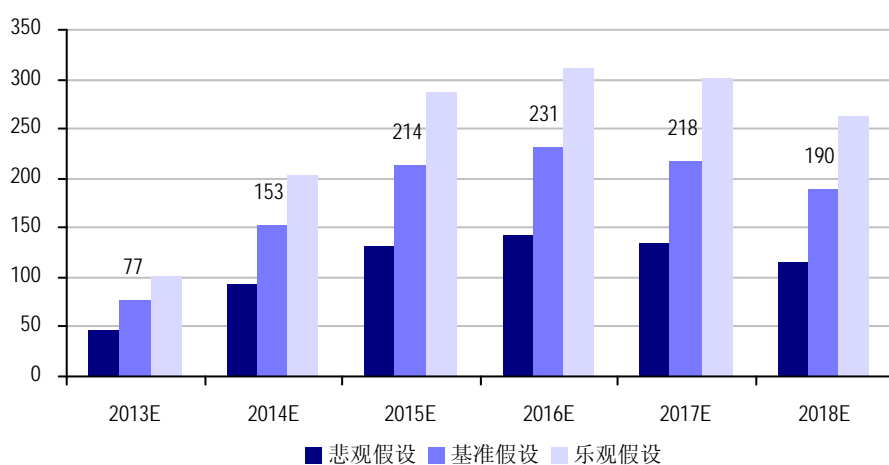
数据来源: 发改委、中国化学网站, 各公司网站

至2018年预计公司新型煤化工累计收入将达到1082亿元。考虑到中国化学在煤气化、净化等领域竞争优势, 我们预计公司未来新型煤化工订单将主要集中于煤制天然气项目EPC总包订单, 煤制烯烃项目联合化工装置订单(煤气化、

中国化学 2013年9月23日

净化、甲醇合成)，以及煤间接制油项目中气化和净化等生产单元订单。在对EPC订单规模影响较大的设备采购环节，我们认为如气化炉、合成塔等大型核心设备将由业主自行采购，而对于非核心设备则由总承包商在业主指定供应商目录中进行采购，因此不同煤化工项目和业主招标方式将直接影响EPC订单规模。参考各煤化工项目设备投资占比以及已完工项目招标情况，我们预计在煤制天然气设备中业主自主招标采购比例约为50%，而由于煤制烯烃和煤制油设备投资量大、复杂性略高，业主自行招标采购比例约为60%，因此在工程施工企业EPC订单中将包含50%煤制天然气设备和40%煤制烯烃和煤制油设备采购。我们保守预计公司未来订单将只集中于其具有绝对竞争优势领域，即煤制天然气煤气化、净化、甲烷化生产单元；煤制烯烃煤气化、净化、甲醇合成生产单元和煤制油中气化、净化生产单元，在充分考虑公司在行业中竞争优势后，我们认为：在基准假设情况下，公司将有望占据50%煤制天然气（煤气化、净化、甲烷化）EPC总包市场，40%煤制烯烃（煤气化、净化、甲醇合成）EPC总包市场和40%煤制油（煤气化、净化）EPC总包市场，至2018年公司新型煤化工业务累计收入将达到1082亿元；在乐观假设情况下，我们预计公司将有望占据70%煤制天然气、50%煤制烯烃和50%煤制油EPC总包市场，至2018年公司煤化工累计收入将达到1466亿元；在悲观假设情况下，我们预计公司将仅占据30%煤制天然气、30%煤制烯烃和20%煤制油EPC总包市场，至2018年公司煤化工累计收入将仅为667亿元。

图8: 基准假设下公司新型煤化工累计收入规模将超千亿（单位：亿元）



数据来源：瑞银证券估算

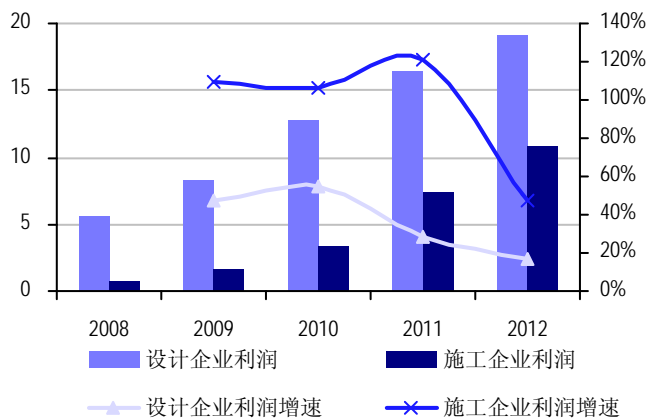
设计、施工双轮驱动盈利水平提升

近3年施工业务带动公司业绩保持快速增长。虽然公司主要竞争优势来自于下属六大设计企业，但由于石油化工、多晶硅、传统煤化工等相关设计、总承包业务增速放缓，在过去5年间公司设计企业利润增速呈现逐步下行态势，2012年六大设计公司净利润增速仅为17.09%。而同期得益于体系外市场大力开拓和内部精细化管理，施工企业利润增速一直维持在较高水平，净利润规模也由2008年的0.77亿元增长至2012年近11亿元，CAGR为93.82%，从2011年起，施工企业对公司新增利润贡献已超过六大设计公司，至2012年施工企业新增利润

中国化学 2013年9月23日

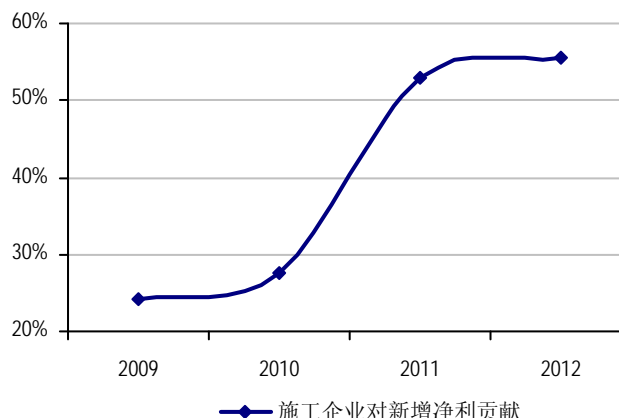
贡献比例已达到55%，成为近3年带动公司业绩快速增长的主要动力。我们认为市场忽略了公司施工业务板块持续扩张能力，随着后期海外业务拓展，施工业务未来有望继续保持快速增长态势，平滑设计业务周期波动对公司业绩影响，支撑公司业绩持续稳定增长。

图9: 施工企业利润一直保持高速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报, 各自公司网站, 瑞银证券估算

图10: 施工企业对公司新增净利润贡献已超过55%

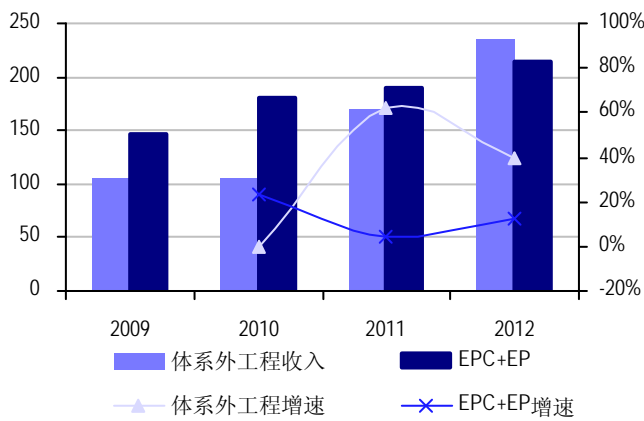


数据来源: 公司年报, 各子公司网站, 瑞银证券估算

盈利拐点已现，工程施工业务毛利将有望呈现稳步提升态势。随着中国化学施工板块企业加大体系外项目承接力度，我们测算外部施工业务收入已从2009年105亿元攀升至2012年236亿元，CAGR近31%，占公司工程承包业务收入比重也由41%上升至52%。而同期设计板块承接的总承包工程（EPC、EP等）业务继续保持平稳增长态势，我们测算其至2012年收入规模约为213亿元，同比增长13%。虽然过去几年净利率水平偏低的施工业务增速明显高于设计业务，但得益于内部精细化管理和外部品牌溢价提升，设计、施工两大业务盈利水平均有所上行，使公司工程承包业务毛利率水平一直维持在12%左右，并未因收入结构变化而使盈利水平出现明显下行态势。我们认为随着新型煤化工业务开工/施工高峰到来，公司有望依托在气化、净化、甲醇合成等领域竞争优势提升EPC总包订单比例，同时考虑到海外高毛利施工业务增长，未来公司工程施工业务毛利率有望保持逐步上行趋势。从盈利角度来看，我们认为公司工程施工业务已经度过了压力最大时期，未来盈利能力更高的EPC业务增速将有望超过中国化学体系外施工业务增速，使公司盈利水平在未来3-4年仍处于上行通道之中，即便后期出现由于竞争激烈而带来EPC订单毛利率小幅下滑的情况，我们预计其对公司工程施工业务盈利影响也将较为有限。

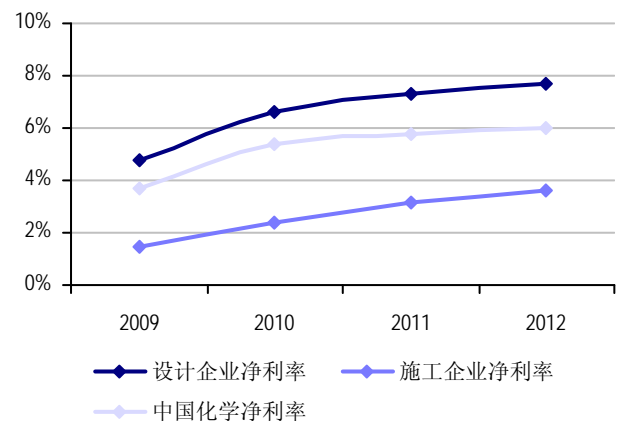
中国化学 2013年9月23日

图11: 体系外工程收入快速增长 (单位: 亿元)



数据来源: 瑞银证券估算

图12: 设计和施工企业盈利水平稳步提升



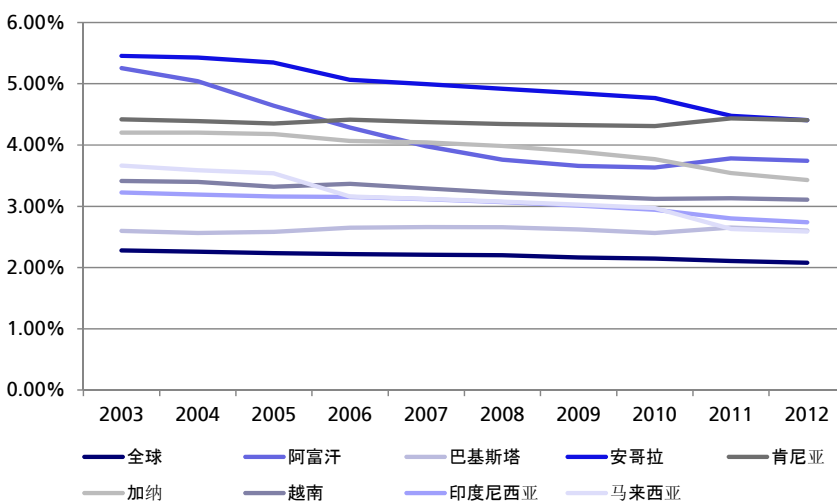
数据来源: 公司年报, 各子公司网站, 瑞银证券估算

管理层战略

坚持“走出去”战略, 拓展海外化工工程市场

随着中东和新兴市场国家对基础能源工业投资不断加大, 以及美国页岩气大开发所带来大量气头化工项目工程需求, 海外化工工程市场规模开始逐步增大, 未来有望成为全球增速最快的工程市场之一。除此之外, 全球范围内积极改善民生与公共基础设施趋势没有改变, 尤其非洲、中东、东南亚等发展中国家近几年来建设发展势头迅猛, 一直保持着相对较高的城镇化速度。根据世界银行数据, 非洲国家如安哥拉、肯尼亚、加纳过去10年城市人口增速每年都维持在3.5%以上, 同时中东国家如阿富汗以及东南亚国家例如越南、印尼也一直保持着2.5%以上的增速, 远超全球平均增速。我们预计未来这些地区国家仍有望维持相对较高的城镇化速度, 并带动对公共基础设施以及工业设施建造需求将保持较快速增长, 并有望成为推动全球建筑行业长期增长的主要动力之一。

图13: 全球各国城市人口年增长率

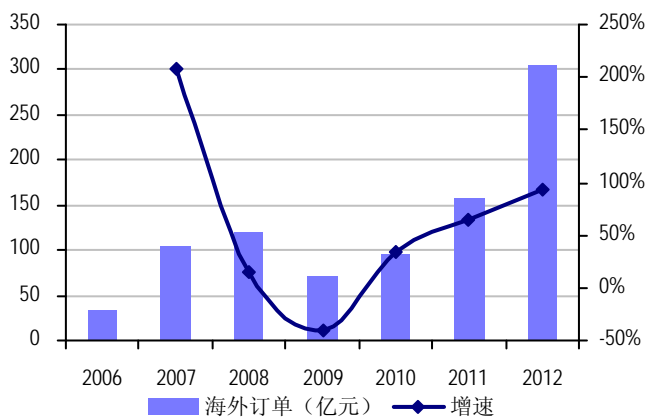


数据来源: 世界银行

中国化学 2013年9月23日

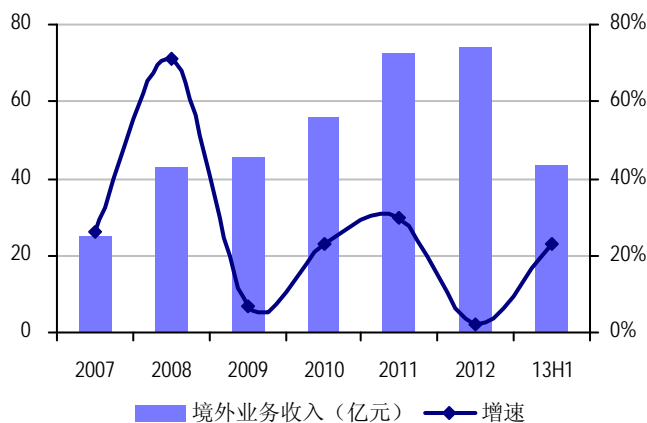
公司在大力拓展国内市场同时, 一直坚持“走出去”战略, 凭借品牌优势, 抢占海外化工工程市场。2012年公司新签境外订单总计305.6亿元, 同比增长93.17%, 其中折合人民币1亿元以上项目有16个, 合同额折合人民币约为293亿元, 占当年新签境外合同总额96%; 13H1已实现境外业务收入43.51亿元, 同比增长23.08%。目前公司境外在建项目共计98个, 其中近一半项目总额在1亿元以上, 主要分布在伊朗、加蓬、哈萨克斯坦、土耳其、巴基斯坦、越南、突尼斯、印度尼西亚、越南、孟加拉国、美国、安哥拉、莫桑比克、沙特阿拉伯、蒙古、突尼斯、俄罗斯联邦、老挝、阿拉伯联合酋长国、加纳、阿尔及利亚、尼日尔等国家和地区。我们认为, 在技术上公司并不逊于日韩等传统化工工程总承包商, 而在价格端则具有明显的人力成本优势, 未来完全可以凭借“高性价比”适应新型市场国家需求, 提升海外收入占比, 并带动公司施工业务综合毛利率水平不断上行。

图14: 公司海外订单保持高速增长



数据来源: 公司公告

图15: 公司海外业务收入保持稳步增长



数据来源: Wind

中国化学 2013年9月23日

表7: 公司目前在执行的主要海外订单

项目名称	签订时间	业主	合同规模 (亿元)	建设周期	预计完工时间
越南河北氮肥与化学品有限责任公司河北氮肥厂扩能改造工程	2010-10-8	越南河北氮肥与化学品有限责任公司	26.40	43个月	2014-05-08
白俄罗斯30万吨A级纯碱项目	2010-10-11	白俄罗斯建设部	14.70	37个月	2013-11-11
俄罗斯鞑靼斯坦共和国氨、甲醇、尿素联合化肥项目	2010-11-16	俄罗斯鞑靼斯坦共和国	18.01	48个月	2014-11-16
越南DUYEN HAI (沿海) 3燃煤电站总承包项目	2011-8-5	越南国家电力公司	83.98	50个月	2015-10-05
迪拜国民安居项目施工总承包合同 (National House Scheme In Dubai)	2012-5-26	迪拜政府建设主管部门EO-(Engineer's Office)	186.44	60个月	2017-05-26
印尼CILACAP二期1x660MW燃煤电站项目工程承包	2012-6-15	印尼 PT Sumber Segara Primadaya公司	44.58	33个月	2015-03-15
沙特SABIC PCQ-2罐区项目工程	2012-11-15	沙特 SABIC-Jubail Chemical Storage and Services Company公司	21.43	27个月	2015-02-15
土耳其KAZAN年产250万吨天然纯碱、配套800MW联合循环电站以及打井项目工程	2013-1-15	Park Holding公司	68.42	44个月	2016-09-15
BHOLA 225MW±15%联合循环燃气电站项目工程	2013-4-15	Bangladesh Power Development Board (孟加拉电力发展局)	11.43	27个月	2015-07-15

数据来源: 公司公告

向下游延伸产业链, 提升综合竞争实力

在发展主业不断扩大工程业务收入规模同时, 公司更注重企业发展方式的转变, 关注未来长期盈利质量提升。由于公司业务主要集中于化工工程设计、施工, 对化工行业产品生产、销售运营有一定了解, 为提升整体盈利能力, 充分利用超募资金, 推进战略性新兴产业形成和发展, 公司尝试以需求空间相对较大的化工产品为切入点, 向下游化工产业链延伸, 打造“中国化学”化工产业基地。目前公司在建项目主要有: 四川南充100万吨/年精对苯二甲酸 (PTA) 项目、江苏启东新材料产业园区项目 (主要以己二酸、苯酚丙酮为主)、福建天辰耀隆新材料20万吨/年己内酰胺项目, 其中四川南充和福建福清项目已在按进度推进, 预计将于2014年建成投产, 启动新材料园区项目可研报告已获发改委备案, 公司正积极推进环评环节推进。根据公司“十二五”规划, 至2015年末要实现投资规模达到200亿-300亿元, 我们预计其中近半数将用于公司产业链延伸拓展, 未来具有发展潜力的化工新材料、环保等战略性新兴产业, 有望成为公司新利润增长点。

中国化学 2013年9月23日

表8: 目前公司主要在建化工项目情况

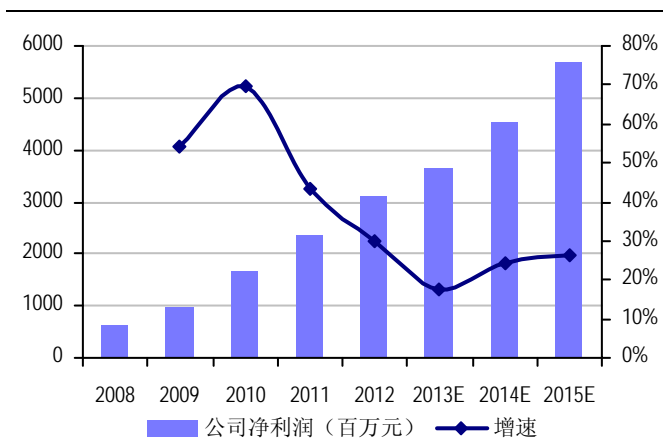
投资金额 (亿元)	投资方	项目规划	项目进度	
四川南充100万吨/年PTA项目	41.93	中国化学和全资子公司成达工程公司持有80%股权, 中石油四川石化持有20%股权。	在四川南充化工园区投建100万吨/年精对苯二甲酸(PTA)	2012年已获得全部批文, 截止2013年6月份已累计完成投资额6.5亿元, 聚酯及尼龙项目所有引进技术和国产技术的技术谈判已完成, 大型设备采购已基本完毕, 预计2014年6月底机械竣工, 12月试生产。
江苏启东新材料产业园区项目	62.06 (一期)	中国化学启东新材料有限公司、天辰工程公司、赛鼎工程公司。	进行己二酸和苯酚丙酮项目建设	公辅工程、物流灌区及厂前区规划已经完成, 可行性报告已获发改委备案, 环评正在审批。预计项目建成后新增营业收入60亿元/年, 实现净利润6亿元/年。
天辰耀隆20万吨/年己内酰胺项目	41.93	天辰公司持有60%股权, 福州耀隆持有40%股权。	在福建省福清市江阴开发区建设20万吨/年己内酰胺项目	2012年5月已开工建设, 至2013年6月已完工57.32%, 建筑及上部结构施工处于收尾阶段, 预计2014年上半年实现投产运营, 新增营业收入49.36亿元/年, 实现净利润9.15亿元/年。

数据来源: 公司公告

财务分析

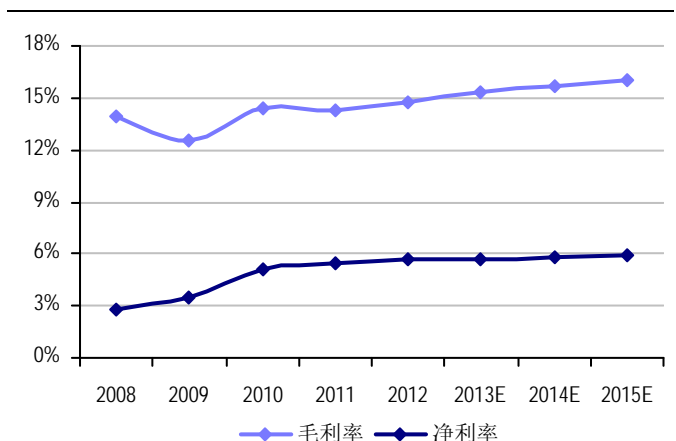
利润增长稳健, 盈利水平逐步提升。我们认为公司在新型煤化工领域具有较强竞争优势, 随着未来几年新型煤化工项目开工/施工高峰来临, 我们预计公司煤化工业务收入增速有望保持在40%-50%, 这将支撑公司2014-2015年净利润增速继续维持在25%左右。由于施工工程业务毛利率水平不断提升, 使公司在过去几年综合盈利水平保持稳定。根据我们预测, 随着新型煤化工项目增加, 公司有望依托自身竞争力获取EPC订单, 这将推动公司后期盈利水平上升。我们预计至2015年公司综合毛利率将由2012年的14.73%上升至15.98%, 同期净利率水平也有望由5.70%上升至5.92%, 整体盈利能力继续维持在上行通道之内。

图16: 公司净利润有望继续保持稳定增长



数据来源: Wind, 瑞银证券估算

图17: 公司盈利能力将继续稳步提升

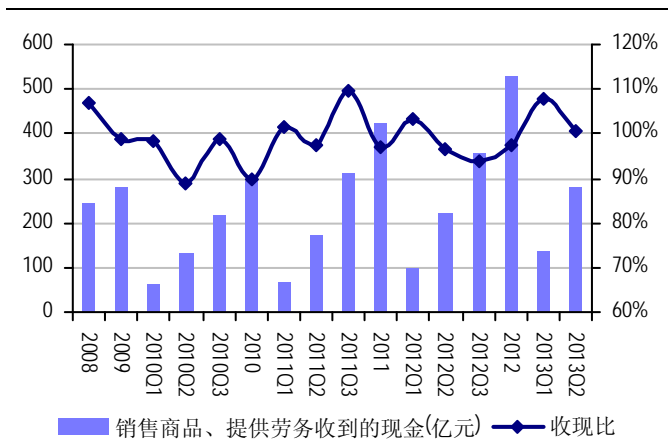


数据来源: Wind, 瑞银证券估算

中国化学 2013年9月23日

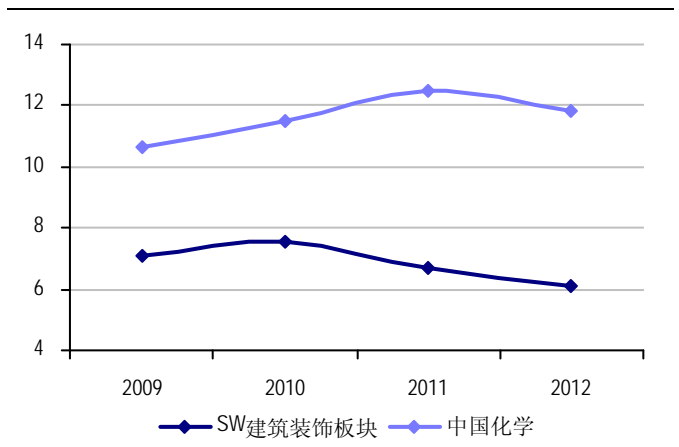
现金回款情况好，应收账款周转率高。与传统工程施工行业不同，由于化学工程对专业性、可靠性和安全性要求较高，一般大型项目在招投标时，业主更愿意选择具有综合甲级资质、过往施工经验丰富的工程施工企业，而由于较高壁垒，业主一般也会在项目毛利、结算进度、回款等方面予以保障。作为化工工程行业领军企业，公司在资金回笼方面一直保持较高水平，从2008年至今收现比一直维持在90%-110%左右（考虑预收款影响），至2012年末公司应收账款余额仅有132亿元，年周转率约为12，相当于建筑工程行业整体水平两倍左右，在收入规模快速增长同时保证已完工项目资金回笼，盈利综合质量较高。

图18: 公司收现比一直维持在高位



数据来源: Wind

图19: 公司应收账款周转率接近行业2倍

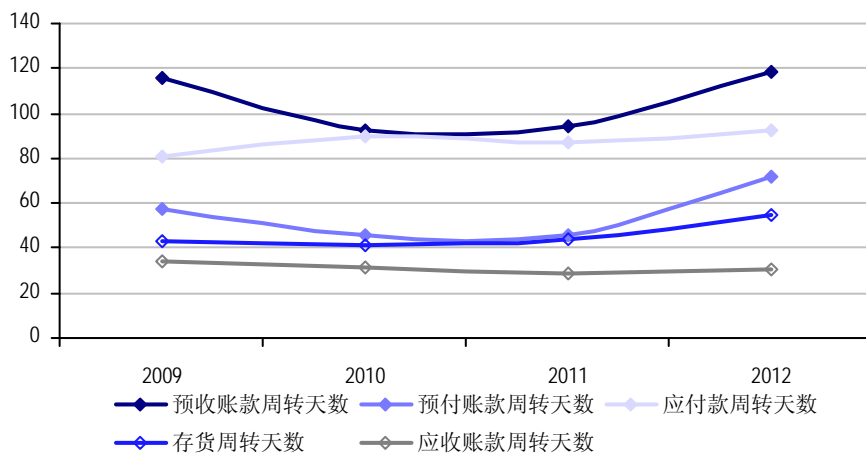


数据来源: Wind

品牌溢价能力强，现金循环周期为-50~-60天。由于公司是国内少数几家能够承建大型化工和新型煤化工工程的企业，作为EPC总承包商，公司对上下游客户均具有较强议价能力。对上游客户，在项目开工前业主一般需要支付20%-30%的工程预付款，并要求保障已结算项目回款进度；对下游客户，由于公司总包商地位，在采购相关设备时，公司给予下游供应商预付款比例较低，而应付款相对略高，用以保障项目施工过程中现金周转，降低自身垫资金额。至2012年末，公司预收款项余额为206亿元，周转天数为118天；应付款项余额为120亿元，周转天数为93天。2009年至今公司现金循环周期一直维持在-50~-60天，显示出公司较强的品牌溢价和较高的内生性增长能力。

中国化学 2013年9月23日

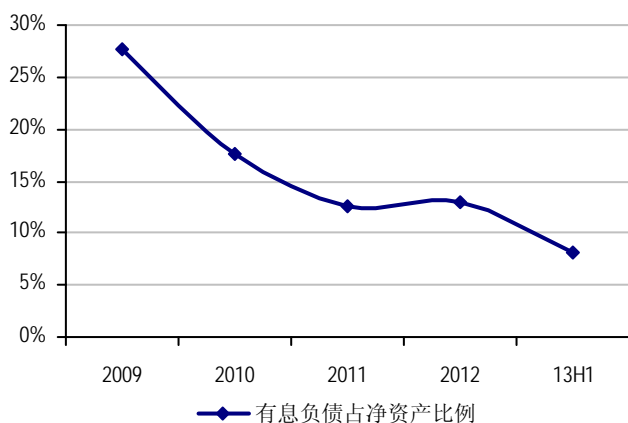
图20: 预付和应付款周转天数最长



数据来源: Wind

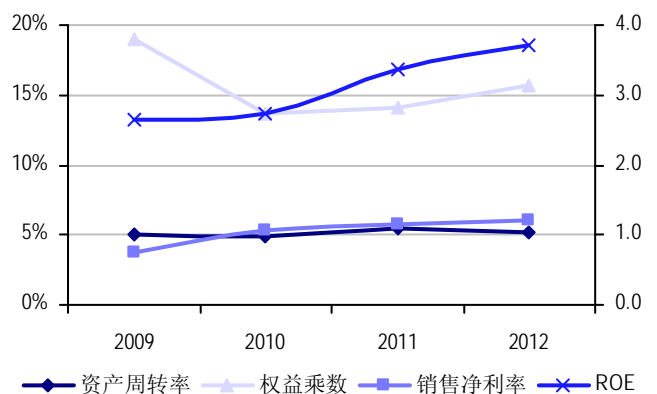
有息负债占比较低, ROE仍有望继续提升。得益于公司过去几年较快的业绩增速和持续稳定的现金回笼以及IPO融资, 公司在发展过程中并未过多依靠外部有息融资, 有息负债占净资产比例由2009年时的27.60%下行至13H1的8.19%。由于公司盈利能力和品牌溢价的逐步提升, 从2009年至2012年公司净利润率和权益乘数均保持稳步上行, 并带动同期ROE由13.28%增长至18.57%。我们认为未来3-5年受益于新型煤化工项目建设, 公司设计、施工优势有望得到进一步体现, 净利润率、权益乘数、资产周转率等或将继续上行, 后期公司ROE仍有提升空间。

图21: 公司有息负债占比较低



数据来源: Wind

图22: 公司ROE仍有提升空间

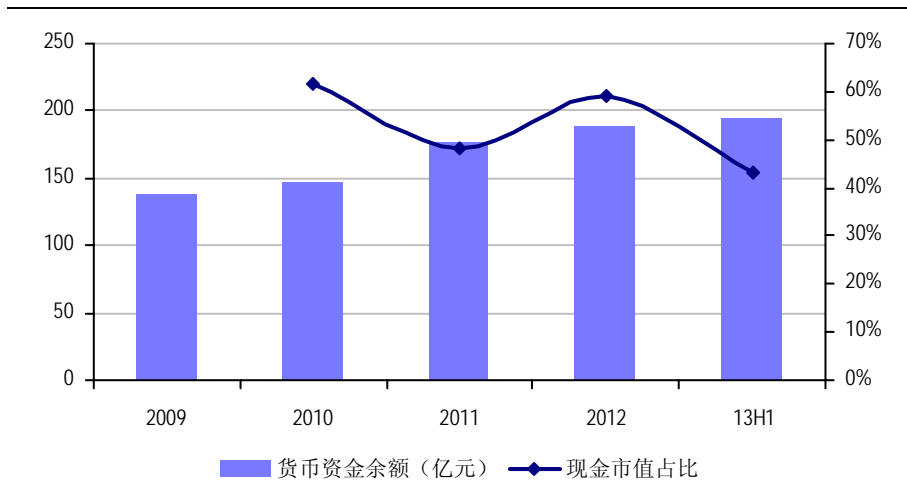


数据来源: Wind

在手资金充裕, 抗风险能力强。由于较高项目预收款比例和持续良好回款, 公司在手资金较为充裕, 至13H1公司货币现金余额为194.02亿元, 比去年同期增长12.57%, 占公司2013年上半年平均总市值的43%。我们认为, 较高的在手资金余额将能大幅提升公司抗风险能力, 在社会资金总量趋紧的背景下,

中国化学 2013年9月23日

公司可以更加游刃有余的进行项目筛选，即便发生项目进度款回款不及时情况，公司也可通过预收款大幅降低自身现金流风险。同时充裕在手资金也能使公司未来在产业链整合上占有先机，我们认为如果目前在建项目未来运营效果良好公司可有较大能力再次进行产业链扩张，提升公司综合盈利能力，维持公司长期增长潜力。

图23: 公司货币资金市值占比基本在40%以上²

数据来源: Wind

² 公司总市值我们采用年度（或半年度）平均值。

中国化学 2013年9月23日

表9:公司收入拆分表

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
工程施工 (承包)						
收入 (百万元)	28,541	36,739	44,931	52,719	64,511	80,371
增速%	13.56%	28.72%	22.30%	17.33%	22.37%	24.58%
成本 (百万元)	25,111	32,542	39,550	45,789	55,695	68,946
毛利率%	12.02%	11.42%	11.98%	13.14%	13.67%	14.21%
勘察、设计及服务						
收入 (百万元)	2,189	3,210	3,365	3,701	4,071	4,478
增速%	11.80%	46.64%	4.82%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	1,531	1,849	2,053	2,406	2,646	2,911
毛利率%	30.05%	42.38%	38.98%	35.00%	35.00%	35.00%
其他						
收入 (百万元)	1,853	3,589	5,821	7,276	9,095	11,369
增速%	92.55%	93.72%	62.17%	25.00%	25.00%	25.00%
成本 (百万元)	1,232	2,924	4,551	5,748	7,185	8,981
毛利率%	33.49%	18.53%	21.81%	21.00%	21.00%	21.00%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

中国化学 2013年9月23日

表10: 公司损益表（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	32,583	43,538	54,117	63,696	77,678	96,218
营业成本	27,875	37,316	46,146	53,943	65,526	80,839
毛利率	14.5%	14.3%	14.7%	15.3%	15.6%	16.0%
营业税金及附加	764	946	1,146	1,349	1,645	2,038
营业费用	146	196	228	287	334	443
营业费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
管理费用	1,729	2,351	3,134	3,726	4,583	5,773
管理费用率	5.3%	5.4%	5.8%	5.9%	5.9%	6.0%
财务费用	(80)	-315	-354	-190	-139	-45
财务费用率	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	0.0%
投资收益	9	23	(1)	0	0	0
营业利润	2,156	3,034	3,805	4,568	5,629	7,052
营业利润率	6.6%	7.0%	7.0%	7.2%	7.2%	7.3%
营业外收入	45	75	91	0	0	0
营业外支出	27	11	14	0	0	0
利润总额	2,174	3,098	3,882	4,568	5,629	7,052
所得税	427	579	646	777	957	1,199
所得税率	19.7%	18.8%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	88	143	152	160	160	160
归属于母公司股东的净利润	1,659	2,376	3,084	3,631	4,512	5,693
净利率	5.1%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

中国化学 2013年9月23日

表11: 公司资产负债表 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	14,708	17,627	18,868	20,102	23,303	28,865
存货	3,629	5,385	8,542	10,577	12,848	15,851
应收账款	2,823	4,049	4,992	5,205	6,759	8,612
其他流动资产	6,054	10,362	16,972	19,152	23,384	28,751
流动资产	27,214	37,424	49,374	55,036	66,295	82,079
固定资产	3,433	3,939	4,886	5,046	5,148	5,193
长期股权投资	690	744	895	895	895	895
无形资产	1,602	1,707	2,059	1,941	1,823	1,705
其他长期资产	1,322	1,843	1,837	1,934	2,032	2,230
非流动资产	7,047	8,233	9,677	9,816	9,898	10,022
资产总计	34,262	45,656	59,051	64,852	76,192	92,101
短期借款	628	562	645	300	1,267	3,607
应付账款	7,519	9,746	13,197	0	0	0
其他流动负债	10,896	18,126	24,430	40,250	46,347	54,638
流动负债	19,042	28,434	38,272	40,550	47,613	58,245
长期负债	850	451	407	387	537	637
其他长期负债	949	1,040	1,179	1,179	1,179	1,179
非流动负债	1,799	1,491	1,586	1,566	1,716	1,816
负债合计	20,841	29,925	39,858	42,116	49,329	60,061
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
资本公积	5,272	5,307	5,364	5,364	5,364	5,364
股东权益合计	13,421	15,731	19,194	22,736	26,863	32,039
少数股东权益	400	505	1,208	1,368	1,528	1,688
负债和股东权益总计	34,262	45,656	59,051	64,852	76,192	92,100

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

中国化学 2013年9月23日

表12: 公司现金流量表 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,747	2,519	3,236	3,791	4,672	5,853
固定资产折旧	292	367	414	540	598	655
无形资产摊销	59	82	76	118	118	118
财务费用	125	(56)	(82)	(190)	(139)	(45)
存货的减少	(933)	(1,749)	(2,871)	(2,035)	(2,271)	(3,002)
经营性应收项目减少	(254)	(5,650)	(7,812)	(2,408)	(5,885)	(7,338)
经营性应付项目的增加	1,812	8,619	9,990	2,623	6,096	8,291
其他	0	0	0	(0)	0	0
经营活动产生的现金流净额	2,899	4,122	2,995	2,457	3,290	4,653
收回投资所收到的现金	2	39	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	9	12	12	0	0	0
处置资产收到的现金净额	6	26	3	0	0	0
购置资产支付现金	832	1,207	1,759	800	800	900
投资所支付现金	344	213	176	0	0	0
投资活动产生的现金流净额	(1,152)	(1,340)	(1,913)	(800)	(800)	(900)
吸收投资收到的现金	78	0	592	0	0	0
取得借款收到的现金	1,157	265	652	280	1,417	3,707
偿还债务支付的现金	1,628	674	607	645	300	1,267
利息股利支付的现金	84	218	324	131	406	632
筹资活动产生的现金流净额	(382)	(515)	430	(424)	711	1,809
现金及现金等价物净增加额	1,320	2,231	1,525	1,233	3,201	5,562
货币资金期初余额	12,682	14,128	16,488	18,868	20,102	23,303
货币资金期末余额	14,002	16,359	18,013	20,102	23,303	28,865

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们首次覆盖中国化学, 预计公司2013-2015年EPS分别为0.74、0.91和1.15元, CAGR为24.66%。基于瑞银VCAM现金流贴现估值方法, 我们详细预测了公司2013-2017年现金流情况, 并预测了影响公司长期估值因素, 其中WACC为10.7%, beta为1.4X, 得出目标价为10.90元, 对应2013-2015年PE分别为15/12/9倍。我们认为公司是国内化工工程设计、施工领军企业, 在煤气化领域技术优势明显, 随着未来新型煤化工项目逐步进入开工/施工高峰以及化工行业投资增速逐步恢复, 公司业绩有望继续保持快速增长势头, 建议买入。

估值比较分析

公司历史动态PE水平基本维持在10-20倍区间, 近期时间股价经过连续回调后, 根据我们盈利预测, 目前股价对应2013年动态PE仅为11倍, 对应2014年

中国化学 2013年9月23日

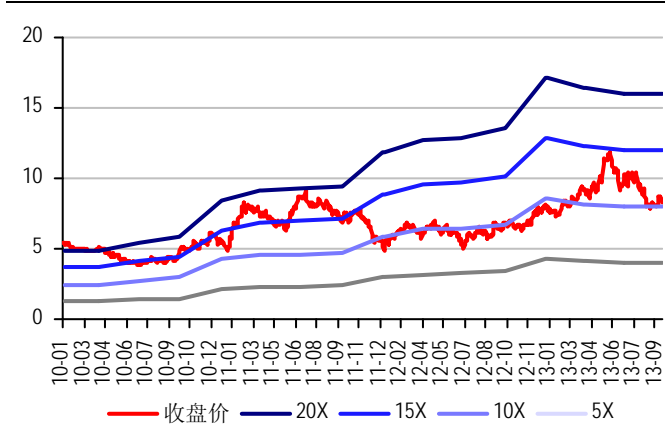
动态PE为9倍, 远低于历史估值中枢, 并处于估值区间底部区域。考虑到公司目前充裕在手资金规模, 我们认为随着煤化工项目逐步进入开工/施工高峰, 公司订单和收入规模将有望保持快速增长, 并带动公司估值水平逐步回升至历史估值中枢附近。

表13: 可比公司估值比较表

代码	简称	收盘价(元/港元)					每股收益(元/港元)					EPS增长率	市盈率				市销率
		2013-9-18	2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	2012		2013E	2014E	2015E		
002469.SZ	三维工程	14.21	0.36	0.53	0.70	0.92	31.23%	39.35	26.73	20.42	15.52	6.15					
002140.SZ	东华科技	21.40	0.75	0.87	1.17	1.50	31.05%	28.63	24.53	18.22	14.29	3.05					
600248.SH	延长化建	8.37	0.36	0.52	0.65	0.78	22.66%	22.93	16.21	12.98	10.77	0.73					
	平均						28.31%	30.31	22.49	17.21	13.53	3.31					
2386.HK	中石化炼化	9.64	1.02	0.91	1.02	1.17	13.39%	9.40	10.60	9.40	8.20	0.78					
2236.HK	惠生工程	1.98	0.11	0.25	0.38	0.40	26.49%	17.40	7.80	5.20	5.00	0.59					
	平均						19.94%	13.40	9.20	7.30	6.60	0.69					
601117.SH	中国化学	8.20	0.63	0.74	0.91	1.15	24.66%	13.02	11.08	9.01	7.13	0.62					

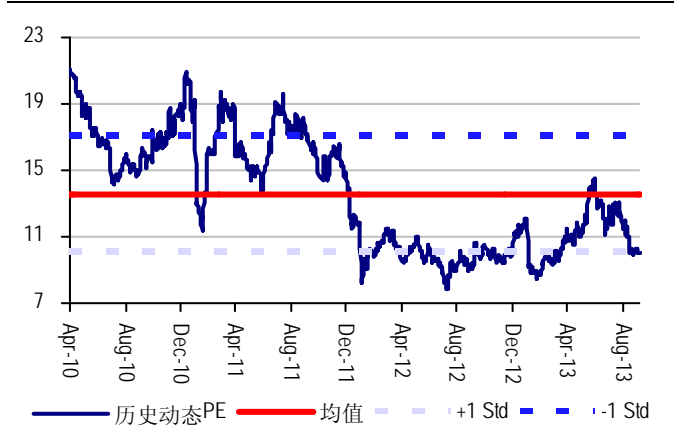
数据来源: Wind, 瑞银证券估算(其中除中国化学为瑞银证券估算外, 其余均采用市场一致预期, 股价及市场预期均为2013年9月18日数据)

图24: 公司历史动态PE-Band



数据来源: Wind (采用市场一直预期)

图25: 目前股价处于历史估值下限区域



数据来源: Wind (采用市场一致预期)

公司背景

中国化学是一家集勘察、设计、施工为一体, 知识技术相对密集的工业工程公司, 目前是化学工业工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程公司, 我国化学工业工程领域的领先者。主营业务包括: 工程承包; 勘察、设计及服务, 在国内工程承包市场特别是化工、石油化工工程承包市场居于领先地位, 为我国化工及石油化工行业的发展做出了贡献。积极实施“走出去”战略, 大力拓展国外市场, 在南亚、东南亚、中东、非洲等地建设了大量优质工程。

中国化学

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	-	28,055	32,583	43,538	54,117	63,696	17.7	77,678	21.9	96,218	23.9
营业费用 (不含折旧)	-	(26,351)	(30,090)	(40,310)	(50,093)	(58,247)	16.3	(71,349)	22.5	(88,315)	23.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	1,703	2,493	3,228	4,024	5,450	35.4	6,329	16.1	7,903	24.9
折旧	-	(425)	(426)	(532)	(572)	(1,072)	87.4	(839)	-21.7	(896)	6.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	1,278	2,067	2,697	3,452	4,378	26.8	5,489	25.4	7,007	27.6
其他盈利和联营公司盈利	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利息	-	(6)	80	315	354	190	-46.3	139	-26.9	45	-67.6
非正常项目 (税前)	-	38	27	87	76	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	1,310	2,174	3,098	3,882	4,568	17.7	5,629	23.2	7,052	25.3
税项	-	(269)	(427)	(579)	(646)	(777)	20.2	(957)	23.2	(1,199)	25.3
税后利润	-	1,042	1,747	2,519	3,236	3,791	17.2	4,672	23.2	5,853	25.3
非正常项目 (税后)	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	(62)	(88)	(143)	(152)	(160)	5.1	(160)	0.0	(160)	0.0
净利润 (本地会计准则)	-	979	1,659	2,376	3,084	3,631	17.8	4,512	24.2	5,693	26.2
净利润 (UBS)	-	949	1,637	2,305	3,020	3,631	20.2	4,512	24.2	5,693	26.2
税率 (%)	-	21	20	19	17	17	2.1	17	0.0	17	0.0
不计非正常项目税率 (%)	-	21	20	19	17	17	2.1	17	0.0	17	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	-	0.26	0.34	0.48	0.63	0.74	17.8	0.91	24.2	1.15	26.2
每股收益 (UBS)	-	0.26	0.33	0.47	0.61	0.74	20.2	0.91	24.2	1.15	26.2
每股股息净值	-	0.00	0.00	0.03	0.05	0.07	30.1	0.11	69.7	0.14	24.2
每股现金收益	-	0.37	0.42	0.58	0.73	0.95	30.9	1.08	13.8	1.34	23.1
每股账面净值	-	2.26	2.64	3.09	3.65	4.33	18.8	5.14	18.6	6.15	19.8
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	-	3,201	3,877	4,829	5,266	5,526	4.9	5,728	3.7	5,973	4.3
无形固定资产净值	-	1,602	1,600	1,707	2,059	1,941	-5.7	1,823	-6.1	1,705	-6.5
净营运资本 (包括其他资产)	-	(4,210)	(5,029)	(7,123)	(5,664)	(3,862)	-31.8	(1,904)	-50.7	25	-
其他负债	-	(1,129)	(949)	(1,040)	(1,179)	(1,179)	0.0	(1,179)	0.0	(1,179)	0.0
运营投入资本	-	(536)	(501)	(1,627)	482	2,426	403.0	4,469	84.2	6,524	46.0
投资	-	349	690	744	895	895	0.0	895	0.0	895	0.0
运用资本总额	-	(186)	189	(883)	1,377	3,322	141.1	5,364	61.5	7,419	38.3
股东权益	-	11,173	13,021	15,227	17,986	21,368	18.8	25,335	18.6	30,352	19.8
少数股东权益	-	308	400	505	1,208	1,368	13.2	1,528	11.7	1,688	10.5
总股东权益	-	11,481	13,421	15,731	19,194	22,736	18.5	26,863	18.2	32,040	19.3
净债务 / (现金)	-	(11,667)	(13,231)	(16,615)	(17,817)	(19,415)	9.0	(21,500)	10.7	(24,621)	14.5
其他视同债务的减值准备	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	(186)	189	(883)	1,377	3,322	141.1	5,364	61.5	7,419	38.3
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	-	1,278	2,067	2,697	3,452	4,378	26.8	5,489	25.4	7,007	27.6
折旧	-	425	426	532	572	1,072	87.4	839	-21.7	896	6.7
营运资本变动净值	-	538	626	1,221	(693)	(1,819)	162.5	(2,060)	13.2	(2,049)	-0.5
其他 (经营性)	-	191	88	(53)	(68)	(298)	336.4	(160)	-46.2	(46)	-71.0
经营性现金流 (税前/息前)	-	2,432	3,207	4,396	3,263	3,332	2.1	4,108	23.3	5,807	41.3
收到 / (支付) 利息净值	-	(6)	80	315	354	190	-46.3	139	-26.9	45	-67.6
已付股息	-	0	0	(148)	(247)	(321)	30.14	(545)	69.69	(677)	24.24
已缴付税项	-	(235)	(387)	(589)	(622)	(777)	24.9	(957)	23.2	(1,199)	25.3
资本支出	-	(498)	(826)	(1,181)	(1,756)	(1,089)	-38.0	(800)	-26.6	(900)	12.5
并购/处置净值	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	(274)	(108)	(212)	102	-	(21)	-	(115)	450.4
股份发行	-	6,585	78	0	592	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	-	7,916	1,978	2,731	1,473	1,598	8.5	2,085	30.4	3,121	49.7
外汇/非现金项目	-	-	(414)	652	(271)	0	-100.0	0	-100.0	0	-45.5
资产负债表净债务增加/减少	-	-	1,564	3,383	1,202	1,598	33.0	2,085	30.4	3,121	49.7
核心息税折旧摊销前利润	-	1,703	2,493	3,228	4,024	5,450	35.4	6,329	16.1	7,903	24.9
维护资本支出	-	(80)	(97)	(121)	(132)	(138)	4.9	(143)	3.7	(149)	4.3
维护营运资本净支出	-	22	25	49	28	73	162.5	82	13.2	82	-0.5
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	1,645	2,421	3,156	3,920	5,384	37.4	6,268	16.4	7,835	25.0

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

全球证券研究报告

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中国

大型建筑

中国化学

12个月评级

买入

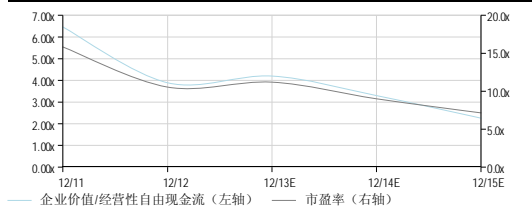
12个月目标价

Rmb10.90

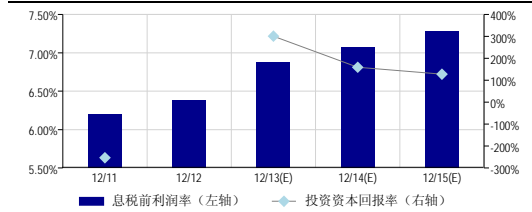
公司概况

中国化学是我国化学工业工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程公司, 主营业务包括: 工程承包; 勘察、设计及服务, 在国内工程承包市场特别是化工、石油化工工程承包市场居于领先地位。积极实施“走出去”战略, 大力拓展国外市场, 在东南亚、东亚、中东、非洲等地建设了大量优质工程。

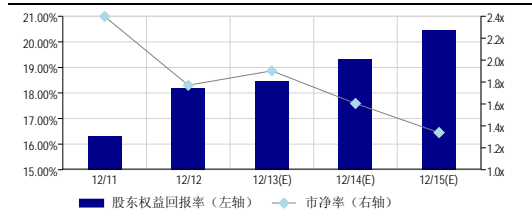
价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



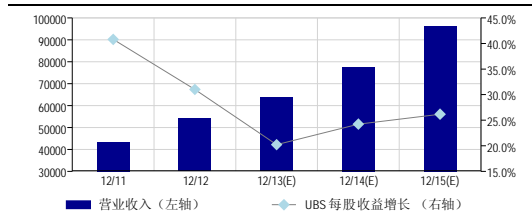
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	15.4	10.3	11.1	9.0	7.1
市盈率 (UBS)	-	15.8	10.5	11.1	9.0	7.1
股价/每股现金收益	-	12.9	8.9	8.6	7.6	6.1
净股息收益率 (%)	-	0.4	0.8	0.8	1.3	1.7
市净率	-	2.4	1.8	1.9	1.6	1.3
企业价值/营业收入 (核心)	-	0.5	0.3	0.4	0.3	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	6.3	3.8	4.1	3.2	2.2
企业价值/息税前利润 (核心)	-	7.6	4.4	5.1	3.7	2.5
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	6.5	3.9	4.2	3.3	2.2
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	NM	5.9	3.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	36,518	31,852	40,451	40,451	40,451
+ 少数股东权益	505	1,208	1,368	1,528	1,688
+ 平均净债务 (现金)	(16,615)	(17,817)	(19,415)	(21,500)	(24,621)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	20,408	15,243	22,404	20,479	17,517

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	-	33.6	24.3	17.7	21.9	23.9
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	29.5	24.7	35.4	16.1	24.9
息税前利润 (UBS)	-	30.4	28.0	26.8	25.4	27.6
每股收益 (UBS)	-	40.8	31.0	20.2	24.2	26.2
每股现金收益	-	37.5	26.6	30.9	13.8	23.1
每股股息净值	-	-	66.7	30.1	69.7	24.2
每股账面净值	-	16.9	18.1	18.8	18.6	19.8

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	7.4	7.4	8.6	8.1	8.2
息税前利润/营业收入	-	6.2	6.4	6.9	7.1	7.3
净利润 (UBS) /营业收入	-	5.3	5.6	5.7	5.8	5.9

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	NM	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	-	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率	-	16.3	18.2	18.5	19.3	20.4

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	15.6	12.2	11.3	8.3	8.4
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	6.4	8.2	8.8	12.1	11.9
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	NM	NM	NM	22.5	17.5
营业收入/固定资产	-	7.2	7.8	8.6	10.3	12.6
营业收入/净营运资本	-	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
资本支出/营业收入 (%)	-	2.7	3.2	1.7	1.0	0.9
资本支出/折旧	-	2.2	3.1	1.0	1.0	1.0

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	-	NM	(99.1)	(90.9)	(84.9)	(81.1)
净债务/(净债务 + 权益)	-	NM	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) / 企业价值	-	(81.4)	NM	(86.7)	NM	NM

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年09月18日 16时26分的股价 (Rmb8.20) 得出; 总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

于洋

分析师

S1460511090001

yang-y.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8844

中国化学 2013年9月23日

■ 中国化学

中国化学是我国化学工业工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程公司，主营业务包括：工程承包；勘察、设计及服务，在国内工程承包市场特别是化工、石油化工工程承包市场居于领先地位。积极实施“走出去”战略，大力拓展国外市场，在南亚、东南亚、中东、非洲等地建设了大量优质工程。

■ 风险声明

公司未来业绩驱动因素主要来自于新型煤化工项目，如果后期由于资金、政策、盈利、环保等因素使新型煤化工项目开工/施工进度放缓则将对公司业绩造成较大负面影响。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

中国化学 2013年9月23日

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	45%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

中国化学 2013年9月23日

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 于洋。

涉及报告中提及的公司的披露

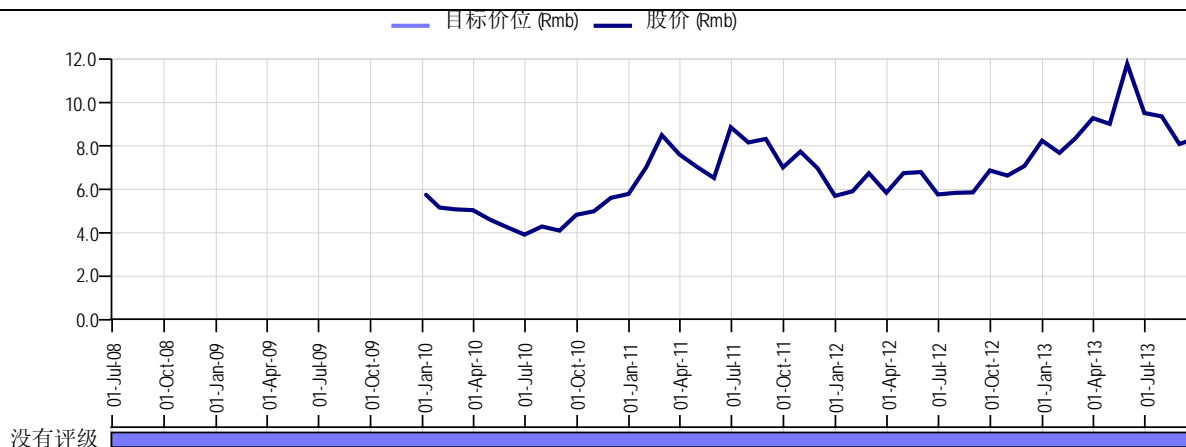
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国化学	601117.SS	未予评级	不适用	Rmb8.24	2013年09月17日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

中国化学 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月17日

中国化学 2013年9月23日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和理解市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。意大利:由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请与UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发言人。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI 注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

